

The Weekly Market Letter

週刊マーケットレター

(04 年 5 月 24 日 週号)

曾我 純

週刊マーケットレター（04年5月24日週号）

2004年5月23日

曾我 純 jsg@syd.odn.ne.jp

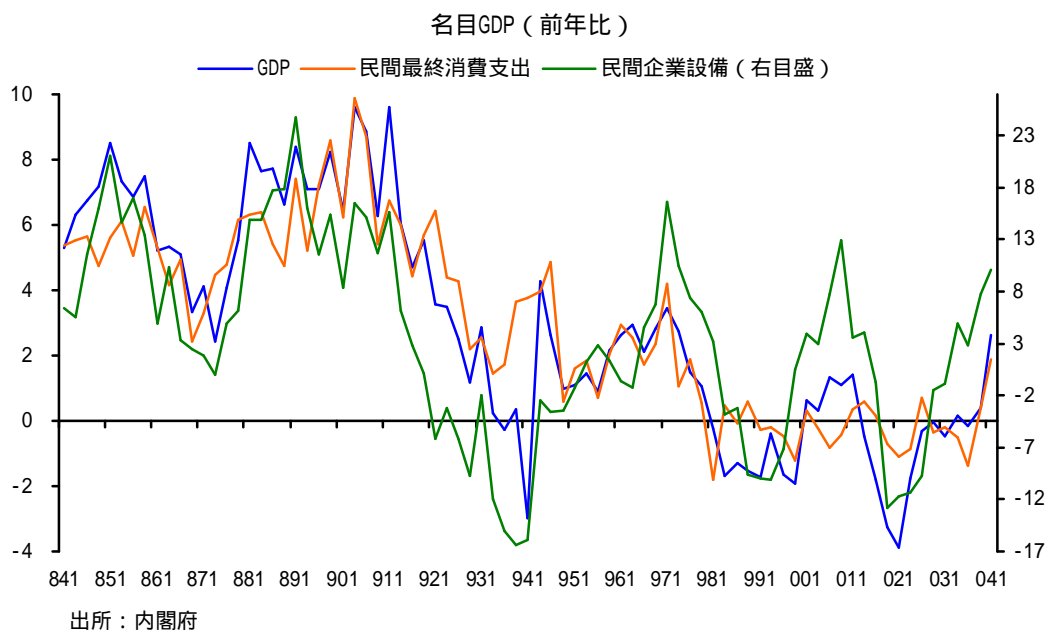
主要マーケット指標

為替レート	5月21日(前週)	1ヵ月前	3ヵ月前
円ドル	112.20(114.25)	109.45	107.15
ドルユーロ	1.1985(1.1885)	1.1835	1.2715
ドルポンド	1.7885(1.7600)	1.7730	1.8925
スイスフランドル	1.2820(1.2960)	1.3150	1.2620
短期金利(3ヵ月)			
日本	0.04750(0.04750)	0.04550	0.05150
米国	1.28000(1.26000)	1.16875	1.12000
ユーロ	2.08875(2.09306)	2.06138	2.06138
スイス	0.25333(0.27750)	0.28000	0.27000
長期金利(10年債)			
日本	1.455(1.505)	1.565	1.195
米国	4.75(4.76)	4.42	4.09
英国	5.17(5.06)	4.97	4.82
ドイツ	4.33(4.30)	4.17	4.14
株 式			
日経平均株価	11070.25(10849.63)	11944.30	10720.69
TOPIX	1125.21(1091.51)	1203.59	1058.76
NYダウ	9966.74(10012.87)	10317.27	10619.03
S&P500	1093.56(1095.70)	1124.09	1144.11
ナスダック	1912.09(1904.25)	1995.63	2037.93
FTSE100(英)	4431.4(4441.8)	4539.9	4515.0
DAX(独)	3831.84(3803.10)	4026.15	4073.35
商品市況(先物)			
CRB指数	269.78(269.19)	269.29	264.13
原油(WTI、ドル/バレル)	39.93(41.38)	35.73	35.60
金(ドル/トロイオンス)	384.8(377.0)	390.8	397.5

04年1 - 3月の実質GDP、13年ぶりの高成長

18日、内閣府より1 - 3月期のGDP(国内総生産)速報が発表された。物価下落により嵩上げされた実質GDPは前年比5.4%と7四半期連続のプラスとなり、91年1 - 3月期(6.3%)以来13年ぶりの高成長となった。公的固定資本形成と公的在庫品を除けば、いずれも前年を上回り、日本経済は順調に拡大しているように見受けられる。民間最終消費支出は3.5%増加し、消費税率が引き上げられる直前の97年1 - 3月期(4.2%)以来の高い伸びとなった。民間最終消費支出のプラス成長は4年を超え、実質ベースでは消費不況とい

えない拡大を続けていることになる。民間企業設備は前期と同じ14.7%増と好調であり、実質 GDP 成長率の半分は民間企業設備が寄与した。90年以降、民間企業設備の2桁増は2四半期連続が最高であり、3四半期以上は一度もない。前回 IT バブルのときは、伸び率が最低をつけてから、8四半期目に最大となったが、今回の拡大も8四半期目である昨年10-12月期でピークを付けたと考えられ、設備投資がさらに拡大する余地はさほど残されていない。



名目 GDP 成長率は前年比 2.6%増と実質の半分以下である。デフレーターが前年を 2.6%下回り、大幅な物価下落によって底上げされている実質 GDP との格差は大きい。それでも、前回回復期の伸びを上回り、97年4-6月期以来の高い成長となった。前回の伸びを上回ったのは民間最終消費支出が 1.9%増と7年ぶりの伸びとなったからだ。民間企業設備も 10.1%増と00年10-12月期以来の2桁増となり、2四半期連続で伸びは拡大した。01年10-12月期の 12.8%減を底に、民間企業設備の拡大は9四半期目と長期化している。民間住宅も3四半期連続のプラスとなり、民間需要は 3.8%増と IT バブル期を上回り、97年1-3月期以来の高成長となった。一方、公的需要は 5.2%減とマイナス幅は過去最高に拡大したが、外需の伸びが4四半期連続で拡大し、公的需要のマイナスを補った。

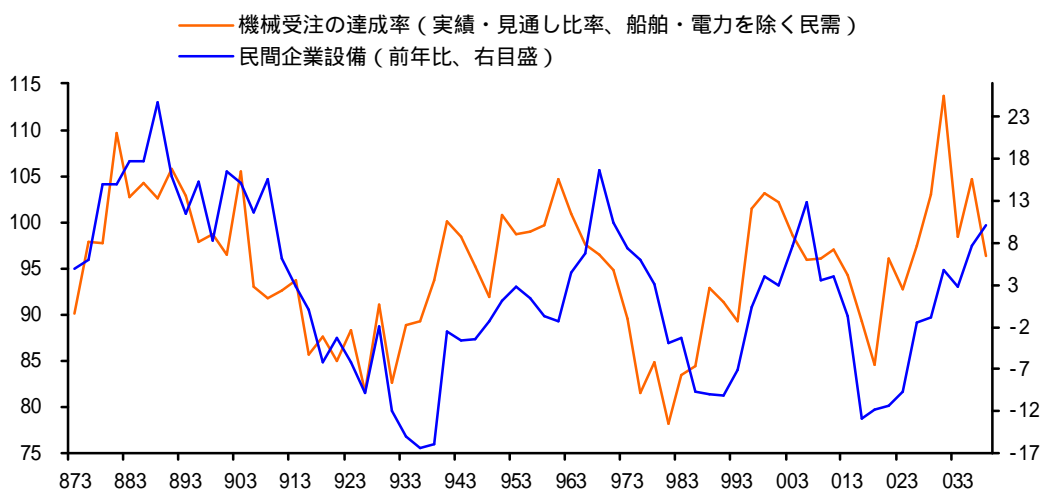
将来を見据えたときの株価の動き

予想外の外需の増大や株価の上昇によって期待収益率は改善、企業の設備投資意欲は増し、設備投資は2桁増まで拡大した。だが、設備投資拡大の長期化に伴い高採算投資物件は減少し、期待収益率は低下しつつある。設備投資部門の拡大が当該部門の消費マインドを刺激し、景気は消費部門に波及していった。消費は過去6年に及ぶ不振から抜け出した

ように回復力を強めているが、消費トレンドが変わったと言い切ることはできない。

設備投資は半導体関連といった特定分野に集中しており、過剰設備を抱えるリスクが高まっている。4 - 6月期の機械受注見通しによると、民需（船舶・電力を除く）は前年比2.2%減と6四半期ぶりのマイナスになりそうだ。「機械受注実績」を「見通し」で除した達成率は1 - 3月期、96.4%と2四半期ぶりに実績が見通しを下回り、達成率は昨年4 - 6月期をピークに低下しつつある。達成率と設備投資の関係をみると、達成率が1年前後設備投資に先行していることがわかる。達成率は03年4 - 6月期が最大であり、設備投資は04年1 - 3月期がピークになる可能性が高い。設備投資の減少は拡大と同様に、消費財部門に影響し、景気下降のきっかけをつくるであろう。

設備投資に先行する機械受注達成率



出所：内閣府

03年度の名目GDPは0.7%増と3年ぶりのプラス成長となった。04年度は04年1 - 3月期が高い伸びとなったため、向こう4四半期、04年1 - 3月期と同じGDP水準が続いたとしても0.9%成長することになる。このような成長が描けるにもかかわらず、先週、債券利回りは低下した。債券市場は名目成長率が04年1 - 3月期のような高い伸びが続くとは想定していないようである。一方、株式市場はGDPの予想外の伸びを好感し反発したが、将来の経済を織り込む本来の株価形成から逸脱した動きだ。業績発表が終わる5月下旬から6月にかけて値を崩したことを過去に何度も経験している。将来を見据えたとき、株価はどのような動きをするのか気掛かりである。